

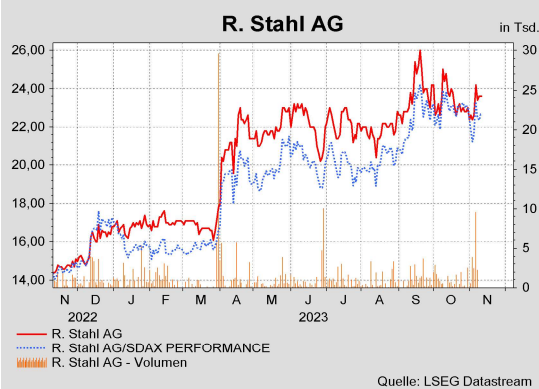
## R. Stahl AG

### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	30,00 € (30,00 €)
Kurspotenzial	27,1%
Kurs (10.11.2023)	23,60 €
ISIN	DE000A1PHBB5
Marktkapitalisierung	152,0 Mio. €
Anzahl Aktien	6,44 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	r-stahl.com

#### Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	274,3	318,2	346,9	374,6
EBITDA	20,6	39,8	43,2	47,1
EBITDA-Marge	7,5%	12,5%	12,5%	12,6%
EBIT	3,9	22,6	26,0	30,0
EBIT-Marge	1,4%	7,1%	7,5%	8,0%
Ergebnis je Aktie	0,30	2,11	2,56	3,06
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,60	1,00
Buchwert je Aktie	11,08	13,19	15,75	18,20
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,6	6,7	5,7	4,8
EV/EBIT	56,5	11,7	9,4	7,6
KGW	53,6	11,2	9,2	7,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	2,5%	4,2%
Kurs/Buchwert	1,9	1,8	1,5	1,3



#### Finanzkalender

- 15.02.2024: Vorl. Geschäftszahlen 2023

#### Aktionärsstruktur

48,0%	Familien Stahl und Zaiser
14,3%	RSBG SE
10,0%	Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV
9,8%	BaWü Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte
17,9%	Freefloat

#### Analysten

Klaus Schlote  
 Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 651  
 kschlote@solventis.de

## R. Stahl mit starkem Q3: Hohe Zuwächse bei Umsatz und Ertrag – Guidance für das EBITDA pre\* auf 35 - 40 Mio. € erhöht – Auftragseingang konsolidiert

Die R. Stahl AG veröffentlichte am 07.11.23 den Zwischenbericht zum 30.09.23. In den ersten 9 Monaten wuchs der Umsatz um 18,9% auf 240,7 Mio. € bei einer überproportionalen Zunahme der Profitabilität: Das EBITDA pre verdoppelte sich nahezu auf 32,5 Mio. € bei einer Marge von 13,5% (Vj. 8,2%). Die Marge lag im Q3'23 mit 15,7% sogar noch darüber. Das EPS stellte sich für die ersten 3 Quartale auf 1,85 € (Vj. -0,17 €), wozu das saisonal starke Q3'23 mit 0,96 € (Vj. 0,80 €) mehr als die Hälfte beitrug. Der Auftragseingang verbuchte in den ersten 9 Monaten ein Plus von 15,5% yoy auf 268,0 Mio. €, wobei der Zuwachs im Q3 mit 2,5% auf 82,1 Mio. € deutlich geringer ausfiel. Der Auftragsbestand wurde zum 30.09. mit 132,4 Mio. € berichtet. Das waren 31,5% mehr als im Vorjahr, aber 5% weniger als zum 30.06. Wir bestätigen unser Kursziel von 30 € je R. Stahl-Aktie und unsere Kaufempfehlung.

Zum Umsatz von 86,0 Mio. € im Q3'23 (Vj. 73,8 Mio. €) trugen alle Absatzmärkte bei. Mit 31,2% auf 39,1 Mio. € war das Plus in der **Zentralregion** (Afrika, Europa ohne Deutschland) besonders hoch, während sich die Region **Amerika** mit +2,7% auf 9,0 Mio. € verhaltener entwickelte. Allerdings war der Auftragseingang aus Amerika im Q3'23 stark. Gefördert durch den Inflation Reduction Act (IRA) bauen u. a. Chemie-Unternehmen die Produktion in den USA aus. Dagegen befindet sich die **europäische Chemiebranche** in einer Schwächephase (Bau, Automotive, Energiekosten), die mit verringerten Investitionen einhergeht. Von dieser Seite verzeichnet R. Stahl einen rückläufigen Auftragseingang. Entsprechend ist CEO Dr. Hallmann mit Blick auf das **erste Halbjahr 2024 vorsichtig gestimmt**. Dagegen erwartet er bei Pharma, Öl- und Gas inkl. LNG eine stabile Entwicklung.

Abgesehen von ausgewählten Elektronikbauteilen funktionieren die Lieferketten wieder, so dass R. Stahl den zur Aufrechterhaltung der Lieferfähigkeit aufgebauten **Lagerüberhang** angehen kann. Bereits im Verlauf von H1'24 sollte der **Free Cashflow** ins Positive drehen. Nach 9 Monaten hatte sich der Free Cashflow auf -10,4 Mio. € (Vj. -11,6 Mio. €) verbessert. Im Q3'23 hatte der Free Cashflow bei -4,8 Mio. € (Vj. -9,6 Mio. €) gelegen.

Während R. Stahl die 2023er **Guidance** für das **EBITDA pre von 30 - 36 Mio. € auf 35 - 40 Mio. € angehoben** hat, blieb der Ausblick für den **Umsatz mit 305 - 320 Mio. € unverändert**. Auf Basis der 9 Monatszahlen lässt sich daraus die Unternehmenserwartungen für das – infolge von Werkschließungen und Feiertagen – saisonal schwächere **Q4** ableiten: **Umsatz 65 - 80 Mio. €** und **EBITDA pre\* 2,5 - 7,5 Mio. €**. Wir gehen davon aus, dass die Zahlen im oberen Bereich der Spannen liegen werden. Wie schon anlässlich der Halbjahreszahlen kommuniziert, soll der **Free Cashflow** im niedrigen einstelligen negativen Mio. €-Bereich herauskommen. Ursprünglich hatte R. Stahl einen einstelligen positiven Wert in Aussicht gestellt. Für das Q4'23 sollte das auch der Fall sein.

\*EBITDA pre ist eine R. Stahl-Kennzahl für das EBITDA vor Sondereinflüssen: Nach 3 Quartalen 2023 -1,5 Mio. € (Vj. -1,1 Mio. €) für Abfindungen und sonstige Aufwendungen.

### **Neuer Konsortialkreditvertrag mit mehr Volumen**

Am 05.09.23 meldete R. Stahl, dass ein **neuer Konsortialkreditvertrag** über ein Volumen von bis zu 140 Mio. € vorzeitig abgeschlossen werden konnte. Die Laufzeit beträgt drei Jahre mit der Option zur Verlängerung um bis zu zwei Jahre. Das **Kreditvolumen** wird von bisher 70 Mio. € um 45 Mio. € auf **115 Mio. €** ausgeweitet. Zusätzlich besteht eine **Erhöhungsoption** um weitere 25 Mio. € auf **140 Mio. €**. Der Vertrag enthält eine ESG-Komponente. Bei Erfüllung der Nachhaltigkeitsvorgaben reduziert sich die anwendbare Zinsmarge. Der neue Konsortialkredit flankiert das weitere Wachstum von R. Stahl. Zum 30.9.23 wurden verzinsliche Darlehen von 59,4 Mio. € (Vj. 52,1 Mio. €) ausgewiesen.

### **Eigenkapitalquote deutlich verbessert**

Im Vergleich zum Ultimo 2022 erhöhte sich das **Eigenkapital** um 10,9 Mio. € auf 82,2 Mio. € zum 30.9.23. Treiber war vor allem der Konzerngewinn mit 11,9 Mio. €. Infolge gestiegener Zinsen ermäßigten sich die Bewertung der Pensionsverpflichtungen eigenkapitalerhöhend um 2,1 Mio. €. Negative Effekte aus Währungsumrechnungen belasteten dagegen mit 3,1 Mio. €. Die **Eigenkapitalquote** verbesserte sich zum 30.09.23 auf 29,0% (Vj. 26,6 %, Ende 2022: 27,5%).

### **Energieversorgung mit Atomkraft und Wasserstoff werden langfristig zu Wachstumstreibern – R. Stahl sehr gut positioniert**

Von der Renaissance der **Atomkraft** profitiert auch R. Stahl. 2022 wurde bereits eine Ausschreibung für die gesamte LED-Technik des in Bau befindlichen AKWs Hinkley Point C in England im Wert von > 10 Mio. € gewonnen. Die Beauftragung erfolgt schrittweise, für 2024 sind weitere 5 - 6 Mio. € vorgesehen nach 2 - 3 Mio. € im Vorjahr. R. Stahl wird an Ausschreibungen für Projekte in England und Frankreich teilnehmen, die Ende 2024 und 2025 zur Beauftragung führen können. Weitere Projekte in diesen Ländern und u. a. Polen befinden sich in der Planung. Aufträge aus dieser Branche werden zum langfristigen Wachstum von R. Stahl beitragen.

Im Bereich **Wasserstoff** gibt es viele interessante Projekte, aber auch viele offene Fragen, die u. a. mit der Finanzierung der Wasserstoffinfrastruktur zusammenhängen. Hier ist insbesondere der Staat gefragt. In Saudi-Arabien entsteht die klimaneutrale Stadt Neom. Dafür konnte R. Stahl einen Auftragseingang von ~1 Mio. € verbuchen.

Aktuell tragen beide Bereiche etwa 1,5% zum Umsatz von R. Stahl bei. Mit spürbaren Wachstumsimpulsen ist erst in einigen Jahren zu rechnen. Für die **langfristigen Wachstumserwartungen der Gesellschaft** spielen der Auf- und Ausbau der Energieversorgung mit Atomkraft und Wasserstoff eine bedeutsame Rolle.

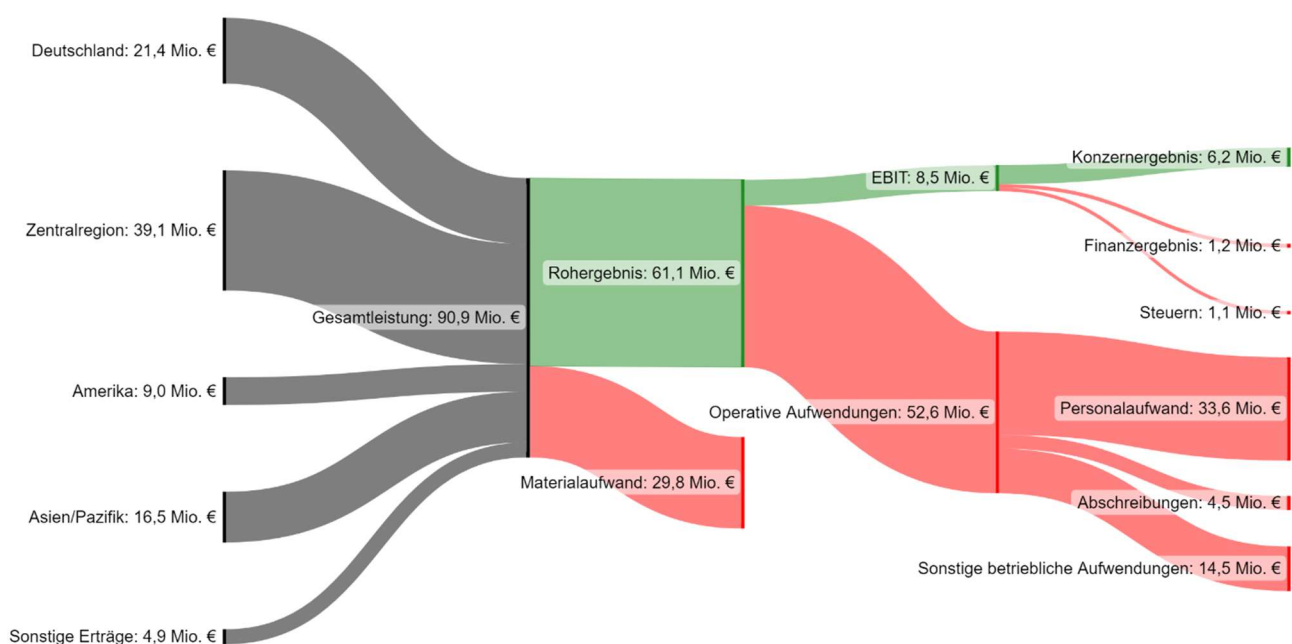
### **Beteiligung an russischer ZAVOD Goreltex latentes Risiko**

Ein Risiko bleibt die **25% At-Equity-Beteiligung an der russischen ZAVOD Goreltex (ZG)**. Wesentliche Teile des Vermögens der beiden Miteigentümer, die 75% der Gesellschaften halten, wurden enteignet. Dazu zählt die Beteiligung an ZG bislang nicht. In den ersten 9 Monaten 2023 lag der **Ergebnisbeitrag** von ZG bei 2,2 Mio. € (Vj. 2,4 Mio. €). Für 2021 wurde eine **Dividende** gezahlt, die in monatlichen Raten über 10 Mio. Rubel (~100.000 €, ~100 Rubel/€) bis Februar 2024 an R. Stahl fließt. Analog wird mit der für 2022 gezahlten Dividende verfahren, die ratierlich bis in das Jahr 2025 hinein an R. Stahl geht. Der Buchwert der At-Equity-Beteiligung lag zum 30.09.23 bei 8,9 Mio. € (Ende 2022: 11,5 Mio. €). **Operativ bestehen keine Geschäftsbeziehungen zu ZG.**

### Skaleneffekte wirken: Kostenquoten sinken – Profitabilität steigt

In den ersten 9 Monaten stieg der Materialaufwand unterproportional zur Gesamtleistung, was eine geringere **Materialaufwandsquote** von 33,9% (Vj. 35,1%) zur Folge hatte. Im Q3'23 lag die Quote mit 33,4% (Vj. 35,4%) noch darunter, was mit den Preiserhöhungen auf der Produktseite zusammenhängt bei teilweise nachgebenden Einkaufspreisen. Die vereinbarungsgemäße Rücknahme von Aufpreisen für bestimmte Materialkosten könnte die Materialaufwandsquote temporär belasten. Das neue Preismodell von R. Stahl hat dazu beigetragen, dass etwa ein Drittel des Umsatzanstiegs auf Preiserhöhungen zurückzuführen ist.

#### R. Stahl: GuV Q3'23



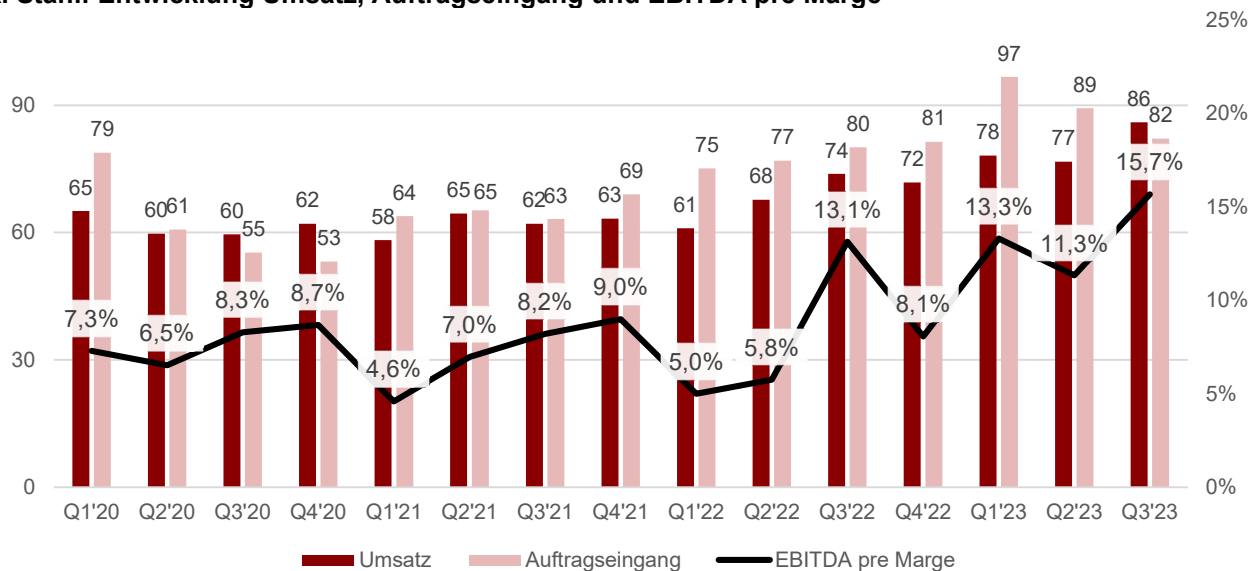
Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Auch der **Personalaufwand** entwickelte sich in den ersten drei Quartalen mit 4,9% **unterproportional** zur Gesamtleistung. Die **Personalaufwandsquote** gab auf 39,2% (Vj. 44,7%) deutlich nach. Die Effekte aus dem Personalaufbau und den Tarifabschlüssen werden indes im Q3'23 sichtbar: Der Personalaufwand legt ggü. Vj. um 10,5% zu. Aufgrund der starken Top Line ergab sich dazu eine Personalaufwandsquote von 37,6% nach 40,0% im Q3'22. Wir gehen davon aus, dass die Personalaufwandsquote zunächst in dieser Größenordnung bleiben wird. Zusätzliche Skaleneffekte können dazu beitragen, dass sich die unterproportionale Entwicklung der Personalaufwandsquote im späteren Verlauf von 2024 moderat fortsetzen.

Aufgrund von Mehraufwendungen für Dienst- und Beratungsleistungen sowie Leiharbeit stiegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in den ersten 9 Monaten 2023 um 11,7% auf 42,6 Mio. €. Dem standen geringere sonstige betriebliche Erträge von 6,2 Mio. € (Vj. 11,3 Mio. €) gegenüber. Im Vorjahr waren einmalige Versicherungsleistungen und höhere Kursgewinne angefallen. Wechselkurs- und Entkonsolidierungs-

effekte belasteten den Saldo aus sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen mit 3,8 Mio. €.

## R. Stahl: Entwicklung Umsatz, Auftragseingang und EBITDA pre Marge



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Die R. Stahl-Steuerungsgröße „**EBITDA pre**“ (vor Sondereinflüsse) hat sich in den ersten 9 Monaten 2023 mit 32,5 Mio. € nahezu verdoppelt. Davon entfielen 13,5 Mio. € auf das Q3 (+39,7% yoy). In den ersten 3 Quartalen verbesserte sich die Marge auf 13,5% (Vj. 8,2%). Im Q3'23 wurde sogar eine Marge von 15,7% (Vj. 13,1%) erzielt. In den ersten 3 Quartalen 2023 trugen zu den **Sondereinflüssen** in Höhe von -1,5 Mio. € (Vj. -1,1 Mio. €) Abfindungen 0,7 Mio. € (Vj. 0,7 Mio. €) bei. Nach **Sondereinflüssen** ergab sich ein EBITDA von 31,0 Mio. € und damit doppelt so viel wie im Vorjahr.

Die **Abschreibungen** auf immaterielle Vermögenswerte des Anlagevermögens und Sachanlagen summierten sich auf 13,0 Mio. € (Vj. 12,3 Mio. €). Nach Abschreibungen ergab sich ein **EBIT** von 18,0 Mio. € (Vj. 3,2 Mio. €).

Das **Finanzergebnis** verbesserte sich in den ersten 9 Monaten 2023 auf -2,7 Mio. € (Vj. -3,2 Mio. €). Im Vorjahr war im Beteiligungsergebnis eine einmalige Abschreibung auf ZAVOD Goreltex von 3,1 Mio. € enthalten gewesen, die im Q4'22 wieder zugeschrieben wurde. Infolge gestiegener Zinsen und einer erhöhten Inanspruchnahme verzinslicher Darlehen verdoppelten sich die Kosten für Zinsen und ähnliche Aufwendungen auf 5,0 Mio. € (Vj. 2,5 Mio. €). ZAVOD Goreltex steuerte 2,2 Mio. € (Vj. 2,4 Mio. €) zum Finanzergebnis bei.

Die **Ertragsteuern** belasteten mit 3,4 Mio. € (Vj. 1,1 Mio. €).

Insgesamt konnte das **Konzernergebnis** stark verbessert werden. In den ersten neun Monaten 2023 wurden 11,9 Mio. € erwirtschaftet. Im Vorjahr stand noch ein Verlust von 1,1 Mio. € zu Buche. Nach Abzug der Minderheiten ergab sich ein EPS von 1,85 € (Vj. -0,17 €).

## Bewertung

Nach der Veröffentlichung der Zwischenmitteilung 3. Quartal 2023 haben wir unser DCF-Modell überarbeitet. Die Top Line nach 2023 sehen wir nun etwas niedriger, während der risikolose Zins mit 3% um 25 BP höher angesetzt wird. Die 10j. Bund rentierte am 10.11.23 mit 2,7% und die zehnjährigen US-Staatspapiere mit 4,7%. Die Nettofinanzverbindlichkeiten zum 30.09.23 setzen wir mit ~125 Mio. € an. Das sind ~9 Mio. € mehr als bisher. Neben den verzinslichen Darlehen berücksichtigen wir die Pensionsrückstellungen und die Leasingverbindlichkeiten. Im DCF-Modell haben wir bereits auf 2024 als erstes Schätzjahr umgestellt und erhalten einen fairen Wert von 29,83 € je R. Stahl-Aktie nach 30,11 €. Wir bestätigen das Kursziel von 30,00 € und bleiben bei unserer Kaufempfehlung.

### R. Stahl: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>318.231</b>	<b>346.872</b>	<b>374.621</b>	<b>404.591</b>	<b>428.867</b>	<b>446.021</b>	<b>454.942</b>	<b>464.041</b>	
Veränderung in %	16,0%	9,0%	8,0%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>39.837</b>	<b>43.246</b>	<b>47.056</b>	<b>54.291</b>	<b>61.690</b>	<b>68.853</b>	<b>68.535</b>	<b>68.063</b>	
EBITDA-Marge	12,5%	12,5%	12,6%	13,4%	14,4%	15,4%	15,1%	14,7%	
<b>EBIT</b>	<b>22.594</b>	<b>26.015</b>	<b>29.970</b>	<b>36.413</b>	<b>42.887</b>	<b>49.062</b>	<b>47.769</b>	<b>46.404</b>	
EBIT-Marge	7,1%	7,5%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	10,5%	10,0%	
<b>NOPLAT</b>	<b>15.906</b>	<b>18.315</b>	<b>21.099</b>	<b>25.635</b>	<b>30.192</b>	<b>34.540</b>	<b>33.629</b>	<b>31.454</b>	<b>31.167</b>
Reinvestment Rate	112,4%	-7,6%	6,3%	42,1%	33,9%	25,9%	20,8%	21,2%	19,7%
<b>FCFF</b>	<b>-1.965</b>	<b>19.706</b>	<b>19.778</b>	<b>14.833</b>	<b>19.949</b>	<b>25.584</b>	<b>26.625</b>	<b>24.786</b>	<b>368.065</b>
WACC	7,0%	7,2%	7,3%	7,5%	7,6%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Kumuliertes WACC		107,2%	115,0%	123,6%	133,0%	143,3%	154,5%	166,5%	179,5%
<b>Barwerte der FCFF</b>		<b>18.386</b>	<b>17.194</b>	<b>11.999</b>	<b>15.000</b>	<b>17.852</b>	<b>17.234</b>	<b>14.885</b>	<b>205.041</b>

Berechnung Wert pro Aktie		Modellparameter TV		Sensitivitätsanalyse						
Summe Barwerte Planphase	112.551	EBIT-Marge	9,5%	<b>Wachstumsrate</b>						
Barwert Terminal Value	205.041	Steuersatz	30,0%	0,50% 0,75% <b>1,00%</b> 1,25% 1,50%						
<u>in % des Unternehmenswerts</u>	<u>64,6%</u>	Ewiges Wachstum	1,0%	WACC	7,3%	29,98	31,20	32,51	33,94	35,49
<b>Unternehmenswerts</b>	<b>317.592</b>	WACC	7,8%		7,6%	28,77	29,90	31,12	32,43	33,86
Netto-Finanzschulden	125.503				<b>7,8%</b>	27,65	28,70	<b>29,83</b>	31,04	32,35
Minderheiten	0				8,1%	26,60	27,58	28,63	29,75	30,97
Beteiligungen	0				8,3%	25,62	26,53	27,51	28,56	29,68
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>192.089</b>				<b>EBIT-Marge</b>					
						8,5%	9,0%	<b>9,5%</b>	10,0%	10,5%
Anzahl an Aktien (in Mio.)	6,44			WACC	7,3%	27,99	30,25	32,51	34,78	37,04
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>29,83</b>				7,6%	26,78	28,95	31,12	33,29	35,46
					<b>7,8%</b>	25,66	27,74	<b>29,83</b>	31,91	34,00
					8,1%	24,61	26,62	28,63	30,64	32,64
					8,3%	23,64	25,58	27,51	29,44	31,38

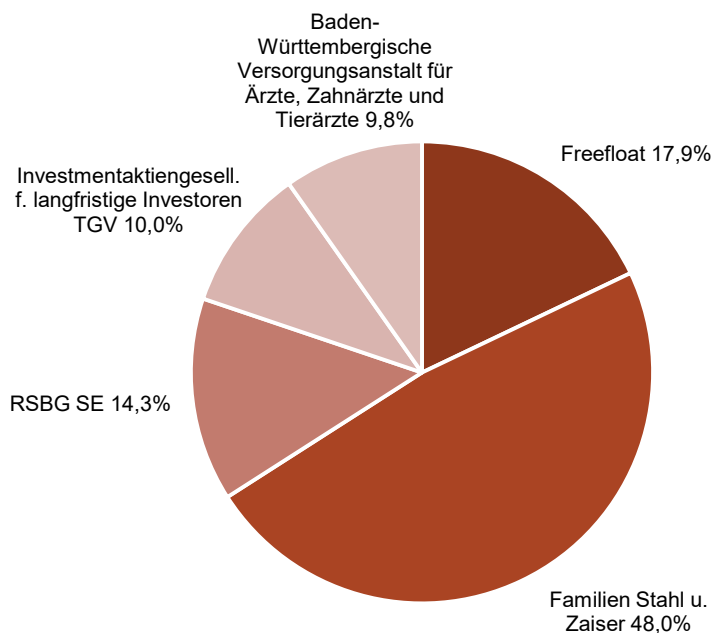
Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

### Gründerfamilien Stahl und Zaiser dominieren

2014 wollte Weidmüller R. Stahl übernehmen und hatte bis zu 50,00 € je Aktie geboten. Das Übernahmeangebot war damals an den Preisvorstellungen der Gründerfamilien gescheitert. Die Aktien der **Familien Stahl und Zaiser** sind gepoolt. R. Stahl hatte im Q2'14 die eigenen Aktien um etwa 2 Prozentpunkte auf 10,0% aufgestockt. Dieses 10%-Paket veräußerte R. Stahl 2015 an die **RAG-Stiftung** (RSBG SE) zu ~38 € je R. Stahl-Aktie. Gemäß der letzten Stimmrechtsmitteilung hält die RAG-Stiftung 14,25% der R. Stahl-Aktien.

Für die 10%, die die RAG-Stiftung von R. Stahl erworben hatte, besteht ein **Vorkaufsrecht** der Familien Stahl und Zaiser, das **Ende 2024 ausläuft**. Sofern die Familien das Vorkaufsrecht nicht nutzen, kann die RAG-Stiftung die 10% zum gleichen Preis an einen Dritten innerhalb von 6 Monaten verkaufen. 2020 hatte die RAG-Stiftung den Familien die 10% angeboten, die ihr Vorkaufsrecht aber nicht nutzten. Anschließend scheiterte der Verkauf an einen Dritten an dem nachgebenden Preis der R. Stahl-Aktie. Die RAG-Stiftung hatte bis Ende 2019 einen Sitz im Aufsichtsrat.

### R. Stahl: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

**R. Stahl: GuV (in Tsd. €)**

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>274.337</b>	<b>10,6%</b>	<b>318.231</b>	<b>16,0%</b>	<b>346.872</b>	<b>9,0%</b>	<b>374.621</b>	<b>8,0%</b>
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	2.610	262,1%	3.028	16,0%	3.300	9,0%	3.564	8,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	5.037	-8,2%	5.843	16,0%	6.369	9,0%	6.878	8,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>281.984</b>	<b>0,0%</b>	<b>327.101</b>	<b>0,0%</b>	<b>356.541</b>	<b>0,0%</b>	<b>385.064</b>	<b>0,0%</b>
sonstige betriebliche Erträge	13.627	33,5%	13.791	1,2%	15.106	9,5%	16.386	8,5%
Materialaufwand	100.510	17,9%	116.592	16,0%	127.085	9,0%	137.252	8,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>195.101</b>	<b>10,3%</b>	<b>224.301</b>	<b>15,0%</b>	<b>244.561</b>	<b>9,0%</b>	<b>264.198</b>	<b>8,0%</b>
Personalaufwand	122.045	5,0%	129.004	5,7%	140.789	9,1%	151.858	7,9%
sonstige betriebliche Aufwendungen	52.468	19,6%	55.460	5,7%	60.526	9,1%	65.285	7,9%
<b>EBITDA</b>	<b>20.588</b>	<b>22,4%</b>	<b>39.837</b>	<b>93,5%</b>	<b>43.246</b>	<b>8,6%</b>	<b>47.056</b>	<b>8,8%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>7,50%</b>	<b>0,7 pp</b>	<b>12,52%</b>	<b>5,0 pp</b>	<b>12,47%</b>	<b>-0,1 pp</b>	<b>12,56%</b>	<b>0,1 pp</b>
Abschreibungen	16.738	-0,8%	17.242	3,0%	17.231	-0,1%	17.086	-0,8%
<b>EBIT</b>	<b>3.850</b>	<b>6309,7%</b>	<b>22.594</b>	<b>486,9%</b>	<b>26.015</b>	<b>15,1%</b>	<b>29.970</b>	<b>15,2%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>1,40%</b>	<b>1,4 pp</b>	<b>7,10%</b>	<b>5,7 pp</b>	<b>7,50%</b>	<b>0,4 pp</b>	<b>8,00%</b>	<b>0,5 pp</b>
Beteiligungsergeb. + Ergeb. At-Equity bilanz. Unternehmen	3.575	159,1%	3.000	-16,1%	3.000	0,0%	3.000	0,0%
Zinserträge	69	-15,9%	50	-27,9%	125	151,9%	191	52,7%
Zinsaufwand	3.646	24,6%	6.500	78,3%	6.000	-7,7%	5.500	-8,3%
Finanzergebnis	-2	99,9%	-3.450	<-1000%	-2.875	16,7%	-2.309	19,7%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>3.848</b>	<b>352,3%</b>	<b>19.144</b>	<b>397,5%</b>	<b>23.141</b>	<b>20,9%</b>	<b>27.661</b>	<b>19,5%</b>
EBT-Marge	1,40%	2,0 pp	6,02%	4,6 pp	6,67%	0,7 pp	7,38%	0,7 pp
Steuern	1.922	-43,5%	5.667	194,8%	6.850	20,9%	8.188	19,5%
Steuerquote	49,95%	273,0 pp	29,60%	-20,3 pp	29,60%	0,0 pp	29,60%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>1.926</b>	<b>139,1%</b>	<b>13.477</b>	<b>599,8%</b>	<b>16.291</b>	<b>20,9%</b>	<b>19.473</b>	<b>19,5%</b>
Anteile Dritter	-20	0,0%	-140	-599,8%	-169	-20,9%	-202	-19,5%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>1.946</b>	<b>139,5%</b>	<b>13.617</b>	<b>599,8%</b>	<b>16.460</b>	<b>20,9%</b>	<b>19.676</b>	<b>19,5%</b>
Anzahl Aktien	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,30</b>	<b>139,5%</b>	<b>2,11</b>	<b>599,8%</b>	<b>2,56</b>	<b>20,9%</b>	<b>3,06</b>	<b>19,5%</b>

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

**R. Stahl: Bilanz (in Tsd. €)**

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen	50.181	-1,9%	49.377	-1,6%	49.176	-0,4%	49.487	0,6%
Leasing Nutzungsrechte	24.799	-7,8%	21.678	-12,6%	23.847	10,0%	26.808	12,4%
Immaterielle Vermögenswerte	38.484	7,0%	38.691	0,5%	39.438	1,9%	40.620	3,0%
Firmenwerte	10.345	-1,9%	10.345	0,0%	10.345	0,0%	10.345	0,0%
Finanzanlagen	4.322	-44,6%	4.322	0,0%	4.322	0,0%	4.322	0,0%
Latente Steuern	3.097	-67,1%	3.097	0,0%	3.097	0,0%	3.097	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	2.262	25,6%	2.262	0,0%	2.262	0,0%	2.262	0,0%
Beteiligungen at Equity	11.455	2,5%	11.455	0,0%	11.455	0,0%	11.455	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>144.945</b>	<b>-6,3%</b>	<b>141.228</b>	<b>-2,6%</b>	<b>143.942</b>	<b>1,9%</b>	<b>148.396</b>	<b>3,1%</b>
Kasse	16.060	153,2%	10.369	-35,4%	32.689	215,2%	52.193	59,7%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	37.353	4,1%	45.000	20,5%	49.050	9,0%	52.974	8,0%
Vertragsvermögenswerte	6	-98,8%	7	16,0%	8	9,0%	8	8,0%
Vorräte	48.920	23,4%	65.000	32,9%	60.000	-7,7%	56.000	-6,7%
Steuerforderungen	1.531	290,6%	1.531	0,0%	1.531	0,0%	1.531	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	10.873	28,2%	10.873	0,0%	10.873	0,0%	10.873	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>114.743</b>	<b>25,7%</b>	<b>132.780</b>	<b>15,7%</b>	<b>154.151</b>	<b>16,1%</b>	<b>173.579</b>	<b>12,6%</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>259.688</b>	<b>5,6%</b>	<b>274.008</b>	<b>5,5%</b>	<b>298.093</b>	<b>8,8%</b>	<b>321.975</b>	<b>8,0%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	16.500	0,0%	16.500	0,0%	16.500	0,0%	16.500	0,0%
Kapitalrücklage	13.457	0,0%	13.457	0,0%	13.457	0,0%	13.457	0,0%
Gewinnrücklagen	57.085	3,5%	59.031	3,4%	72.648	23,1%	85.245	17,3%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-15.895	55,3%	-4.224	73,4%	-1.381	67,3%	1.835	232,9%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>71.147</b>	<b>43,6%</b>	<b>84.764</b>	<b>19,1%</b>	<b>101.225</b>	<b>19,4%</b>	<b>117.036</b>	<b>15,6%</b>
Anteile in Fremdbesitz	194	-8,9%	194	0,0%	194	0,0%	194	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>71.341</b>	<b>43,4%</b>	<b>84.958</b>	<b>19,1%</b>	<b>101.419</b>	<b>19,4%</b>	<b>117.230</b>	<b>15,6%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	64.168	-32,8%	61.000	-4,9%	61.000	0,0%	61.000	0,0%
Übrige Rückstellungen	2.438	-3,3%	2.828	16,0%	3.083	9,0%	3.329	8,0%
Finanzverbindlichkeiten	1.166	-51,9%	1.166	0,0%	1.166	0,0%	1.166	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	14.267	-17,6%	12.472	-12,6%	13.719	10,0%	15.423	12,4%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	5.911	126,4%	6.857	16,0%	7.474	9,0%	8.072	8,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>87.950</b>	<b>-27,0%</b>	<b>84.323</b>	<b>-4,1%</b>	<b>86.442</b>	<b>2,5%</b>	<b>88.990</b>	<b>2,9%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	7.974	-2,7%	9.250	16,0%	10.082	9,0%	10.889	8,0%
Finanzverbindlichkeiten	44.081	98,8%	44.081	0,0%	44.081	0,0%	44.081	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	5.427	-7,4%	4.744	-12,6%	5.219	10,0%	5.867	12,4%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	19.077	1,0%	19.000	-0,4%	20.710	9,0%	22.367	8,0%
Vertragsverbindlichkeiten	13.852	11,6%	16.068	16,0%	17.514	9,0%	18.916	8,0%
Steuerverbindlichkeiten	746	24,5%	865	16,0%	943	9,0%	1.019	8,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	9.240	20,5%	10.718	16,0%	11.683	9,0%	12.618	8,0%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>100.397</b>	<b>32,4%</b>	<b>104.727</b>	<b>4,3%</b>	<b>110.233</b>	<b>5,3%</b>	<b>115.755</b>	<b>5,0%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>259.688</b>	<b>5,6%</b>	<b>274.008</b>	<b>5,5%</b>	<b>298.093</b>	<b>8,8%</b>	<b>321.975</b>	<b>8,0%</b>

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG



## Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures)

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

### 1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Einschätzungen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Analyse dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Analyse können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien des Emittenten zu erwerben. Diese Analyse ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen. Eine Analyse-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und/oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

Urheberrecht an der Analyse wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

### 2. Pflichtangaben

a) Abschluss der Erstellung: **13.11.2023, 16:40 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **13.11.2023, 17:00 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen zu dem hierfür angegebenen Datum und Zeit, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

### 3. Disclosures

#### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie des Emittenten in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Kursziel	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
30.03.23	Schlote	Kaufen	21,15 €	16,60 €	12 Monate
03.05.23	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,40 €	12 Monate
11.05.23	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,80 €	12 Monate
13.06.23	Schlote, Löchner	Kaufen	30,00 €	23,20 €	12 Monate
10.08.23	Schlote	Kaufen	30,00 €	22,00 €	12 Monate
13.11.23	Schlote	Kaufen	30,00 €	23,60 €	12 Monate

#### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus:

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.22 - 30.09.23)		in %	Auftragsresearch	in %
Kaufen	57	93,4%	48	78,7%
Halten	2	3,3%	2	3,3%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Ausgesetzt	2	3,3%	2	3,3%
Insgesamt	61	100,0%	52	85,2%

Weder die Solventis AG, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (noch deren mit ihr eng verbundenen Personen), noch eine zu der Analyse vor Weitergabe Zugang habende oder haben könnende (sofern bei/von genanntem Unternehmen beschäftigte/beauftragte) Person

1. sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
3. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
4. waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
5. haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitt A und B der Richtlinie 2014/65/EU getroffen, die innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gültig war oder in diesem Zeitraum eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung gegeben war.

Die Solventis AG

1. hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Analyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Analyse getroffen.

Sonstige Beziehungen und Umstände, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Analyse beeinträchtigen, sind für die Solventis AG betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

#### 4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis AG, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

Sitz: Mainz; HRB 44909, Amtsgericht Mainz; Vorstand: Joachim Schmitt, Klaus Schlote, Dennis Watz.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst**

#### 5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis AG / der zugrunde gelegten Annahmen

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

#### 6. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Refinitiv u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

#### 7. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen und Methoden

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode, Excess-Return-Modell, Dividendendiskontierungsmodell und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. Für das Excess-Return-Modell und das Dividendendiskontierungsmodell werden Standardmodelle verwendet. In der Peergroup-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/ Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Informationen zu den Modellen finden sich z.B. hier: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass die veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten der unterstellten Entwicklung zugrunde gelegt wird.

#### 8. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis AG, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind und Personen, die zur Analyse vor Weitergabe Zugang haben oder haben können, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften von § 85 WpHG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis AG oder verbundener Unternehmen gebunden.

#### 9. Adressaten

Analysen der Solventis AG richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der Solventis AG ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Analysen werden für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

**Mit Annahme der Analyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**